

**龍湖地產 (960 HK, HK\$10.92, 目標價: HK\$14.42, 買入) — 將預期降低**

- ❖ **核心盈利下跌 22%**。2014 上半年收入及純利分別上升 4.7% 至 159 億元(人民幣·下同)及 4.2% 至 40.1 億元。扣除投資物業重估收益, 基本盈利下跌 22.0% 至 21.4 億元。確認平均售價上升 17.7% 至每平方米 11,994 元, 抵銷了交付樓面建築面積減少 12.7% 的效果; 此外, 成都的北城天街於 2013 年末落成後帶動期內租金收入上升 24.1% 至 3.78 億元, 物業出租率達 95.8%。總體毛利率從 2013 上半年的 31.9% 收窄至期內的 30.9%。最後, 2.01 億元的匯兌損失、2.66 億元的贖回票據虧損及 3.10 億元的存貨減值令整體利潤受壓。
- ❖ **上半年合同銷售輕微下跌**。龍湖地產 2014 上半年合同銷售金額和面積分別下跌 9.4% 至 203 億元和 7.7% 至 185 萬平方米。西部地區佔銷售最大的份額, 達 36.9%。龍湖地產已完成了 35.6% 的 2014 年的銷售目標(即 570 億元), 公司表示會維持銷售目標不變, 龍湖將在 2014 年下半年推出 11 個新項目。此外, 截至 6 月底, 總值約 605 億元或 550 萬平方米的物業已預賣但仍未入賬。龍湖地產在 2014 上半年竣工物業面積為 142 萬平方米, 公司計劃在下半年竣工物業面積增至 544 萬平方米, 以支持全年盈利增長。
- ❖ **未來 3 年商業物業增加 128 萬平方米**。目前, 約 11 個投資物業(出租面積為 76 萬平方米)已經營運, 另有 10 個投資物業(出租面積為 128 萬平方米)在興建中。4 個新投資物業(出租面積為 49 萬平方米)將在 2014 年下半年竣工。我們預計龍湖地產未來三年租金收入的複合年增長率為 32% 至 15.9 億元。
- ❖ **在 24 個城市建立 3960 萬平方米的土地儲備**。龍湖地產在 2014 上半年新購入 192 萬平方米的新土地儲備, 公司新開拓南京和佛山市場, 土地儲備遍佈國內 24 個城市。目前, 總及應佔權益的土地儲備分別為 3,959 萬平方米和 3,558 萬平方米, 土地成本為每平方米 2,259 元。
- ❖ **因減少毛利率假設而下調目標價**。2014 年中的淨負債增加至 66.2%, 但仍是健康。我們調整 2014-16 盈利預測達 14.7%/-10.3%/-3.1%。我們更下降 2014 年底每股資產淨值預測由 25.21 港元至 24.03 港元, 目標價從 15.12 港元下調至 14.42 港元, 相等於較資產淨值折讓 40%。維持買入評級。

**龍湖地產(960 HK)**

評級	買入
收市價	HK\$10.92
目標價	HK\$14.42
市值(港幣百萬)	59,422
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	38.7
52 周高/低(港幣)	13.96/8.7
發行股數(百萬)	5,442
主要股東	吳亞軍 (45.2%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	8.9%	4.5%
3 月	10.7%	-0.9%
6 月	2.2%	-8.2%

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**財務資料**

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額(百萬人民幣)	27,893	41,510	43,066	52,489	70,844
淨利潤(百萬人民幣)	6,301	8,037	8,205	8,102	11,811
每股收益(人民幣)	1.203	1.478	1.509	1.490	2.172
每股收益變動(%)	(2.0)	22.9	2.1	(1.3)	45.8
市盈率(x)	7.3	5.9	5.8	5.9	4.0
市帳率(x)	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8
股息率(%)	2.3	2.6	2.6	3.4	4.9
權益收益率(%)	21.1	21.7	18.7	15.9	19.4
淨財務槓桿率(%)	43.7	57.9	61.0	57.1	50.1

來源: 公司及招銀國際研究部

**利潤表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>27,893</b>	<b>41,510</b>	<b>43,066</b>	<b>52,489</b>	<b>70,844</b>
物業發展	26,946	40,224	41,314	50,293	67,902
物業投資	483	635	905	1,112	1,587
物業管理	463	652	847	1,084	1,356
銷售成本	(16,710)	(29,972)	(29,613)	(35,837)	(45,556)
<b>毛利</b>	<b>11,183</b>	<b>11,538</b>	<b>13,453</b>	<b>16,652</b>	<b>25,289</b>
銷售費用	(689)	(887)	(861)	(997)	(1,275)
行政費用	(873)	(1,084)	(1,378)	(1,312)	(1,488)
其他收益	171	778	33	192	194
<b>息稅前收益</b>	<b>9,793</b>	<b>10,345</b>	<b>11,246</b>	<b>14,535</b>	<b>22,720</b>
融資成本	(48)	(39)	(59)	(68)	(73)
聯營公司	248	321	209	258	221
特殊收入	1,309	2,592	2,693	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>11,302</b>	<b>13,219</b>	<b>14,090</b>	<b>14,725</b>	<b>22,868</b>
所得稅	(4,436)	(4,583)	(5,480)	(6,131)	(10,415)
非控制股東權益	(564)	(599)	(405)	(492)	(643)
<b>淨利潤</b>	<b>6,301</b>	<b>8,037</b>	<b>8,205</b>	<b>8,102</b>	<b>11,811</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>5,402</b>	<b>6,210</b>	<b>6,335</b>	<b>8,102</b>	<b>11,811</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>非流動資產</b>	<b>37,606</b>	<b>45,426</b>	<b>57,979</b>	<b>64,809</b>	<b>70,959</b>
物業、廠房及設備	16,132	17,440	21,690	25,200	28,210
聯營公司	2,068	3,101	3,200	3,500	3,600
投資物業	18,383	23,813	32,000	35,000	38,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,021	1,072	1,089	1,109	1,149
<b>流動資產</b>	<b>87,821</b>	<b>98,746</b>	<b>107,342</b>	<b>117,474</b>	<b>136,304</b>
現金及現金等價物	18,611	14,676	17,242	16,874	17,704
應收貿易款項	4,098	4,343	5,600	6,000	7,800
存貨	29	7	-	-	-
關連款項	62,861	77,092	82,000	92,000	108,000
其他	2,222	2,627	2,500	2,600	2,800
<b>流動負債</b>	<b>62,575</b>	<b>72,587</b>	<b>76,152</b>	<b>83,852</b>	<b>95,552</b>
借債	48,515	53,665	58,000	65,500	76,500
應付貿易賬款	7,899	8,511	8,600	9,000	10,000
應付稅項	5,109	9,067	8,500	8,300	8,000
關連款項	1,052	1,344	1,052	1,052	1,052
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>30,274</b>	<b>31,810</b>	<b>41,220</b>	<b>43,420</b>	<b>46,220</b>
借債	27,728	28,636	38,000	40,000	42,500
遞延稅項	2,432	2,959	3,000	3,200	3,500
其他	114	215	220	220	220
<b>少數股東權益</b>	<b>2,668</b>	<b>2,792</b>	<b>4,000</b>	<b>4,200</b>	<b>4,500</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>29,909</b>	<b>36,984</b>	<b>43,949</b>	<b>50,811</b>	<b>60,991</b>
<b>股東權益</b>	<b>29,909</b>	<b>36,984</b>	<b>43,949</b>	<b>50,811</b>	<b>60,991</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12E	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	9,793	10,345	11,246	14,535	22,720
折舊和攤銷	33	39	60	80	88
營運資金變動	4,144	6,706	(6,643)	(8,900)	(15,800)
稅務開支	(2,574)	(3,899)	(5,350)	(5,531)	(9,115)
其他	235	(19)	4,097	2,338	5,634
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>11,631</b>	<b>13,171</b>	<b>3,410</b>	<b>2,522</b>	<b>3,527</b>
購置固定資產	(16,122)	(17,618)	(8,252)	(3,090)	(3,098)
聯營公司	52	(711)	(99)	(300)	(100)
其他	320	68	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(15,750)</b>	<b>(18,262)</b>	<b>(8,351)</b>	<b>(3,390)</b>	<b>(3,198)</b>
股份發行	2,554	36	-	-	-
淨銀行借貸	8,807	5,134	8,797	1,800	2,200
股息	(953)	(1,155)	(1,240)	(1,240)	(1,631)
其他	(1,989)	(2,869)	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>8,418</b>	<b>1,145</b>	<b>7,557</b>	<b>560</b>	<b>569</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>4,299</b>	<b>(3,945)</b>	<b>2,616</b>	<b>(308)</b>	<b>898</b>
年初現金及現金等價物	14,121	18,384	14,399	16,965	16,597
匯兌	(36)	(40)	(50)	(60)	(68)
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>18,384</b>	<b>14,399</b>	<b>16,965</b>	<b>16,597</b>	<b>17,427</b>
受限制現金	227	277	277	277	277
<b>資產負債表的現金</b>	<b>18,611</b>	<b>14,676</b>	<b>17,242</b>	<b>16,874</b>	<b>17,704</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	96.6	96.9	95.9	95.8	95.8
物業投資	1.7	1.5	2.1	2.1	2.2
物業管理	1.7	1.6	2.0	2.1	1.9
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>增長 (%)</b>					
收入	15.8	48.8	3.7	21.9	35.0
毛利率	14.5	3.2	16.6	23.8	51.9
息稅前收益	12.7	5.6	8.7	29.2	56.3
淨利潤	(0.4)	27.6	2.1	(1.3)	45.8
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	40.1	27.8	31.2	31.7	35.7
稅前利率	40.5	31.8	32.7	28.1	32.3
淨利潤率	22.6	19.4	19.1	15.4	16.7
核心淨利潤率	19.4	15.0	14.7	15.4	16.7
有效稅率	39.3	34.7	38.9	41.6	45.5
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
速動比率 (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
平均應收賬款周轉天數	26.8	19.1	23.7	20.9	20.1
平均應付帳款周轉天數	982.1	622.2	688.2	628.9	568.9
平均存貨周轉天數	1,230.6	852.2	980.5	886.1	801.2
淨負債/ 總權益比率 (%)	43.7	57.9	61.0	57.1	50.1
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	24.3	24.0	20.3	17.1	21.1
資產回報率	5.7	6.0	5.3	4.7	6.1
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	1.203	1.478	1.509	1.490	2.172
每股股息(人民幣)	0.200	0.228	0.228	0.300	0.430
每股賬面值(人民幣)	5.51	6.80	8.08	9.34	11.22

來源: 公司及招銀國際研究部

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(1)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。